

日 時：2024 年 8 月 5 日（月） 16:15 ～ 17:15

説明者：鉢村 CFO、山浦経理部長

用 語：CTC=伊藤忠テクノソリューションズ、FM=ファミリーマート

Q： デサント及びタキロンシーアイ株式に対する公開買付（TOB）について、それぞれの案件の背景や狙いについて概略を説明して欲しい。特にデサントについては、出資比率増加分から算出できる ROI は 4%程度と低水準の印象、非公開後の成長戦略について確認したい。また今後の新規投資について、現状のパイプラインを踏まえて、今後更に投資が進む環境にあるのか、マーケット全体での株価下落は投資のチャンスが広がっていると捉えて良いのか教えて欲しい。

A： 今期計画：連結純利益 8,800 億円から更に次の収益ステージに向けた各セグメントへの期待値については以前ご説明させて頂いた通りで、繊維は川下起点で広がり期待できる重要な位置づけ。経営トップには現状の連結純利益 300 億円水準から 500 億円程度に上げていきたいとの考えもある。スポーツ・アパレル分野において世界的企業は極めて大きく伸長しており、国内企業でも数百億円単位で伸長している会社が存在する。デサントについても継続的に伸長している一方で、中国でのパートナー ANTA 社が極めて好調との状況を受け、伸びしろが中国だけになっていないか、当社が経営に深く入る以前の韓国のみ relied 経営に近い状況になっていないかとの懸念を持っていた。国内でもプレミアムスポーツブランドとしての対応を講じているものの、シューズ等含めたその他分野でも更なる対応が急務。このような認識の下、今回の TOB 実施を決定。価格については難しい交渉もあったが、現状の経営関与での成長と我々が経営関与をしていく中で大きく伸ばせることができる部分の本源的な価値の差を議論し、デサントの特別委員会からの推奨が可能となったこと、また FA のバリュエーションレンジの中に収まっていることが確認でき今回の決定に至った。今後、国内でのプレミアムブランドの価値を高め、また海外についても、伸長している中国のみならず、停滞しつつある韓国をてこ入れし、更には他の日本のスポーツアパレルメーカーが進出している欧州等でも伸ばしていきたい。現状におけるデサントの利益水準は前提にしておらず、デサントの将来的な伸びしろを考慮した上で投資判断したものとご理解頂きたい。なお本公開買付により、約 55% 買増分の取込増加や連結区分変更に伴う既保有持分の再評価益が今後見込まれるが、当初計画や現状見直しには一切織り込んでいない。

タキロンシーアイに関しては、主力事業である建材、包材、フィルム（アグリ）事業等は国内で市場縮小の傾向にあり、加えて脱プラスチックの潮流も重なり、極めて難しい分野。プラスチック関連分野でも川下分野を得意とする同社は、福田元伊藤忠副社長が社長就任した昨年度から構造改革に取り組んでおり、利益は増加傾向ではあるものの、今後の大きな成長戦略を描くには分野としても不安が拭えない。また、日本の化学品業界において再編の機運が高まっている中、タキロンシーアイを伸ばしていく為に何をすべきかとの議論の中で、当社と一体となった経営を行うことで、国内での大掛かりな業界再編への関与や海外市場への事業展開が可能と両者間で共通認識に至った。価格については、目先の株価だけではなく、将来計画を踏まえた本源的な価値がどこにあるのかを特別委員会と相当議論し、8 月 2 日の終値に対しては一定のプレミアムを付した水準の TOB 価格を以て、特別委員会からの応募推奨も取り付けることができた。本 TOB 成立後に次なる改革に向けた取組みを加速したい。

投資環境に対する考え方について、株価の下落局面においては、上場・非上場に拘わらず先行きに対する見方をしっかり持つことで、ビジネスチャンスは増えるであろうと想定される。パイプラインとした中で、金額が然程大きくないものも含め、既に投資意思決定した案件がいくつかある。急速な株価下落や円高は望ましくないものの、バリエーション上ではプラスにはなるものとする。

Q： 特にタキロンシーアイについて、今回の TOB 検討の中で逆に手放すとの判断はなかったのか。親子上場に対する考え方に変化が生じていないか確認したい。

A： 本年 7 月に上場関連会社であったジャパンフーズ持分(36.39%)を JAF ホールディングスによる TOB に応じる形で全株売却。本件は当社が保有し続けるより TOB に応じることで、同社の収益が将来伸びるだろうとの判断の下、売却を決定したもの。2022 年にも上場子会社であったコネクシオ持分(60.34%)をノジマによる TOB に応じる形で全株売却。今回の TOB 実施検討の中で、社内では買増／売却、双方の議論を行ったが、当社が関与度を上げることで成長加速が可能と判断したもの。今後の海外を含めた成長と将来想定される化学品業界の再編に備え、自由度を高めるために非上場化するものにご理解いただきたい。

Q： 金融機関が保有する政策保有株式の売却に対する対応について伺いたい。

A： 安定株主であった銀行・損保等の金融機関が政策保有株式の売却を進める流れは過去からあり、特に損保

については不正請求問題とその後の金融庁の指導もあり、その流れが加速しているものと理解。これらは先方のみが当社株式を保有する関係であり、本来的には各社の売却方針を当社がコントロールすることはできないが、売却にあたっては従来よりその方法やタイミングについて協議している。なお、足元損保各社から当社株式の売却について具体的な提案はない。政策保有株式の売却については、一定の期間を定めて株価に影響がない範囲で長期に亘って市場売却を進める、または ToSTNeT を活用して当社が相対で株式を引受けるといった様々な手法が想定される。今後具体的な動きが出てきた際に市場や投資家との対話状況を踏まえて、総合的に判断していきたい。

本日公表した 1,500 億円の自己株式取得については、まずは市場からの買付で粛々と進めていく。

Q： 期初予算比弱含みに見える金属と住生活について、1Q の状況と 2Q 以降の見立ては。

A： 金属では、伊藤忠丸紅鉄鋼で米国における鋼管・建材事業で落ち込みが見られていることに加え、原料炭の新規案件である豪州 Fitzroy・米州 NCR 両案件で操業状況が想定よりも低調となったことが決算の足を引っ張った形。Fitzroy では、現在掘削が技術的に難しく出炭する石炭の品位が低い地層への対応を進めていることに加え、昨年度には一過性の利益もあり前年対比で大きく悪化。NCR についても、ボルチモア港での橋の崩落、その後も天板崩落や坑道内での火災が重なる状況で、今後の状況も注視していく。CSN Mineração S.A.からの配当が前期比減少していることも悪化の一つの要因。一方で IMEA の鉄鉱石のオペレーションは為替も含めて堅調に推移している。

住生活では、ターンアラウンドを想定する IFL が 1Q 赤字計上、METSABRAND 社のパルプ工場で爆発事故があり操業に問題があったことによるもの。しかし、パルプ市況自体は底打ちしており、黒字化への道筋は見えている。今後想定通りに推移するか景気動向を含めて注視していく。北米建材関連事業については、Pacific Woodtech 社が好調。今年度にてロールアップ案件にて既に承認している投資もあり、当社の期待するビジネス拡大が継続している。

両セグメントともに 1Q は想定以上に悪かったことは事実であり、2Q 以降も注視は必要。金属については先の原料炭案件の操業状況には注意が必要だが、IMEA 鉄鉱石事業や単体での非鉄関連トレード等は順調に推移しており、2,400 億円に向けてキャッチアップを進めていく。住生活については生活資材部門の進捗はやや低いものの、建設・不動産部門では伊藤忠都市開発におけるマンション販売が好調、また建材関連の取引も堅調であり、全体としては順調に進捗している。

Q： 食料では、HYLIFE は黒字化を達成するも Dole は苦戦が続いているように見える。夫々のターンアラウンドの状況を教えてほしい。

A： HYLIFE は、昨年赤字の米国事業を切り離し、カナダ事業だけで黒字化を達成。昨年度まで円安の影響を受けた日本・韓国・中国向け輸出が苦戦したものの、足元は日本・韓国向けの販売も回復、あるべき姿に近付いてきている。経営者も変わり稼げる状況になりつつあると見ている。Dole は、前年度 1Q 取込実績 1 億円から僅か+1 億円程度の増益としか見えないが、実態としてはアジア青果物事業は不調なるも加工食品事業は回復過程、ハードルは高いが期初予算 38 億円の達成を目指して鋭意取組み継続中。バナナ・パインの生産コストの更なる削減が必要な中で、米国の加工食品事業は販促やマーケティングの強化により販売数量は増加し正常化しつつある。本社機能をシンガポールからフィリピンに移しより現場に近いところでハンズオン経営に取組みその効果も表れてきている。但し、弱含みの印象は拭えず下期に向けて引続き注視している銘柄。

食料としては生鮮部門以外にも、川上の食糧分野と川下の流通分野があり、こちらは順調に進捗。年間計画の 750 億に向けて進捗率 25%であり、オントラックと考えている。

尚、24/1Q より開示の拡充として食料の部門別開示を開始。

Q： CITIC の取込利益が予想より堅調な印象、その要因は。

A： Orchid Alliance の 24 年度 1Q 実績は進捗率約 29%と順調。この要因としては為替の影響が大きいことは事実。CITIC の決算通貨は人民元であり、US ドルに対しては人民元安となったものの、US ドルに対する円安の影響がより大きく、結果として取込増加に繋がった。CITIC 自体の業績としては、事業ごとに好調・不調があり、総合金融セグメントの中においても、IPO 件数の減少等を受けた CITIC 証券の苦戦等も見られるが、主力の CITIC Bank は引き続き堅調。CITIC Bank は不良債権比率や不動産法人向け貸付残高の割合についても、四大銀行よりコントロールできている部分もあり順調な決算といえる。

Q： 基礎収益の増益と比較して、実質営業キャッシュ・フローがより大きく伸長している要因は。

A： 実質営業キャッシュ・フローは前年同期比+660 億円、セグメントとしては機械、金属、情報・金融、その他で増加。実質営業キャッシュ・フローの改善要因のうち、基礎収益と連動しないものとしては持分法適用関連会社からの配当の増加に加え、法人所得税の支払額の減少があげられる。一時的なプラス要因はあるものの、当社の堅調な業績に伴って実質営業キャッシュ・フローも改善しており、年間見通しに対する

進捗としても順調とご理解頂きたい。

Q： 23年度は、FMの躍進に伴う日本アクセスの伸長があり流通分野は好調に推移。24/1Qも日本アクセス・FM共に前年同期比で増益を確保している中、今後どのような成長が期待できるか。

A： FMは個社での開示もなされているが、計画について当社目線で見ると若干保守的な印象を持っている。日商差益高の向上に加え、広告・メディア関連といった非従来型のビジネスが成長し、データ・ワンやゲート・ワンの利益規模が拡大。コンビニエンスウェア関連の利益も含めると、新しいビジネスが全体の10%弱程度を占めるような利益構成になっている。商品に対する評価も高く、24/1Qは前年同期比で客数も売上も増加。コンビニエンスストアの稼ぎ時である2Qも猛暑による好影響が見込め、想定通りの進捗になりつつある。FMを含めた小売の伸長に伴い、日本アクセスや伊藤忠食品といった流通分野も順調な立ち上がりを見せている。

Q： CTCを含めた情報・通信分野の受注状況・今期の業績についての見立てを伺いたい。

A： CTCは足元の受注状況が極めて好調で、受注残も過去最高となっている。CTC内のセグメント別にみても、情報通信セグメントでは生成AI基盤構築は前期に引き続き好調に推移しており、広域・社会インフラセグメントでも官公庁・自治体等でのクラウド投資の需要が極めて大きいことに加え、国内での半導体工場建設に付随したシステム整備の案件も堅調。また金融セグメントも対面業界の設備投資意欲が旺盛で案件が増加してきている。バリューチェーンの取組みについても、金額は大きくないものの、川上・川下に至る各工程を強化するための投資を今期も複数件実行済みであり、今後のシナジー実現を期待。CTCの足元の営業利益率は7~8%程度であるが、コンサル領域が強いシステムインテグレーターであれば、営業利益率は二桁レベル。上流工程を強化するため、資金の投下や技術者のリスクリング等の対応を進めており、非公開化によって、CTCを活用しながら伊藤忠グループ全体で発展していくための基盤形成が進んでいる。

Q： 非資源の基礎収益について+95億円のうち、大半の+70億円が為替影響であるが、為替影響を除いて見た場合の事業環境が悪化していることはないか。2Q以降の見立てを含めて伺いたい。

A： 決算公表資料のP.5にある通り、為替・金利影響を除いた非資源の基礎収益の伸びをセグメント別に見ると、前年同期比減益となっているのは金属と機械。金属の非資源部分は伊藤忠丸紅鉄鋼等のトレードからの収益であり、先述の通り鋼管取引等の落ち込みによるもの。機械については北米IPPで大きな修繕があり前年同期比で減益となっているものの、北米電力関連事業としては予算通りの進捗。日立建機については、アジア・南米・欧州での販売が想定通りに進捗せず減益になったものと説明を受けている。但し、機械の予算は保守的に設定されており、自動車関係の事業等も堅調に推移していることから、今後の進捗を特段懸念してはいない。

2Q以降の全体としての見立てに関して、新規投資の進捗が遅れることで、想定通り利益が積み上がらないことを最も懸念している。但しパイプラインは数多くあり、新規投資が貢献しなかった際にはバッファ400億円も存在することに加え、本日公表したTOB等は予算に織り込んでいないことから、現状8,800億円の達成には懸念はない。敢えて注視している事業をあげると、先の原料炭案件に加え、LNGトレードや電力トレード等のエネルギー関連、ターンアラウンド案件の2Q以降の改善の継続性を注視。またマクロ環境の観点からは、本日のような大幅かつ急激な株価下落・円高進行が今後も断続的に継続するとは考えていないものの、景況感の節目となるようであれば、消費動向や設備投資に対するネガティブな影響が出てくることを懸念。加えて米大統領選や中東情勢等による地政学リスクの高まり等にも注意を払っている。

このように投資の進捗や外部環境等、注視すべき事業は多くあるものの、非資源・資源の比率が3:1との見通しも変更しておらず、基礎収益の伸びも確認できている中、非資源分野の進捗に大きな懸念はないと考えている。

以上